

계열광고회사 보유 및 지배주주의 지분율이 광고비지출에 미치는 영향

김 효 진* · 이 기 훈**

< 국문초록 >

본 연구는 대규모기업집단의 내부거래를 통한 지배주주의 사적이익추구 가능성을 알아보기 위하여, 광고비를 이용한 회계선택을 살펴보고자 한다. 이를 위하여 계열광고회사를 가진 대규모기업집단 소속기업과 그렇지 않은 기업의 광고비지출규모 차이를 알아보고, 계열광고회사에 대한 지배주주의 지분율이 광고비지출에 어떠한 영향을 미치는지 실증적으로 검증한다.

본 연구의 첫 번째 목적은 계열광고회사의 존재가 대규모기업집단의 광고비지출에 영향을 미치는지 알아보는 것이다. 언론의 보도와 같이 광고회사 매출액의 상당부분이 모기업과의 거래에 의해 발생한 것이고, 광고비지출의 재량성을 감안한다면 계열광고회사의 존재는 광고비지출의 중요한 요인일 수 있다. 또한 지배주주의 지분율이 높을수록 내부거래를 증가시켜 계열광고회사의 매출을 늘리고자 할 유인이 존재할 수 있으므로, 본 연구의 두 번째 목적은 계열광고회사에 대한 지배주주의 지분율이 광고비지출에 영향을 미치는지를 검증하는 것이다.

실증분석결과 첫째, 광고비지출은 계열광고회사의 존재와 유의한 양(+)의 관계가 있는 것으로 나타났다. 즉, 계열광고회사를 보유하는 대규모기업집단 소속기업의 광고비지출이 그렇지 않은 대규모기업집단의 광고비지출에 비해 유의한 수준에서 높은 것으로 나타났다.

둘째, 계열광고회사를 가지는 대규모기업집단만을 대상으로 실증분석한 결과, 계열광고회사에 대한 지배주주의 지분율이 높을수록 기업집단의 광고비지출은 증가하는 것으로 나타났다. 즉, 지배주주의 지분율이 높은 계열광고회사의 매출액을 증가시켜 배당가능이익을 증가시키려는 유인이 존재함을 알 수 있다.

광고비 비율을 기준으로 표본을 구분하여 회귀분석을 실시한 결과, 광고비가 낮은 집단의 경우 계열광고회사의 존재가 광고비지출에 유의한 영향을 미치는 것으로 나타나지만, 광고비가 높은 집단의 경우에는 지배주주의 지분율이 광고비지출에 더욱 유의한 영향을 미치는 것으로 나타남으로써 광고비 비중에 따라 광고비지출에 미치는 요인의 차이가 있음을 알 수 있다.

본 연구는 그동안 제한적으로 제시되었던 광고비에 영향을 미치는 요인들을 다각적인 측면에서 종합적으로 규명하였다. 즉, 광고비는 경제적 효과를 나타내는 재무적 요인뿐만 아니라 계열광고회사의 유무와 지배주주의 광고회사에 대한 지분율에 의해 영향을 받고 있음을 제시하였다. 이는 외부정보이용자에게 간접적으로 내부거래를 통한 경영전략에 대한 시사점뿐만 아니라 광고비지출에 대해 풍부한 이해를 제공함으로써 정보비대칭 완화에 유의한 역할을 수행할 것이다. 더 나아가서 연구자, 실무자 모두가 관심을 갖고 있는 광고비라는 재량적 원가항목이 기본적으로 어떠한 요인에 의해 결정되는지를 내부거래 관점에서 파악함으로써 원가항목을 이용한 실질이익조정(REM)과 관련한 회계학 분야의 연구범위를 확장하였다는 점에서 의의가 있을 것이다.

주제어 : 계열광고회사(인하우스에이전시), 지배주주 지분율, 광고비, 실질이익조정, 대규모기업집단

* 전주대학교 경영학부 조교수, hjkim@jj.ac.kr

** 전주대학교 경영학부 교수, khlee@jj.ac.kr

I. 서론

대규모기업집단 계열사인 인하우스에이전시(이하 계열광고회사)가 취급하는 광고량이 해마다 증가하고 있고, 대규모기업집단 계열광고회사에 광고 실통현상이 계속될수록 광고시장의 양극화도 커질 것이라는 우려가 제기되고 있다. 한국광고단체연합회 ‘광고계 동향’의 2011년 3월호에 따르면 국내 주요광고회사들의 2010년 광고 취급액 현황을 조사한 결과 취급액 10위 안에 7곳이 계열광고회사이고, 이들 광고 취급량이 2010년말 기준 전체 광고 취급액의 72.2%¹⁾를 차지하였으며, 2011년에는 92%를 대규모기업집단 계열광고회사가 수주한 것으로 나타났다. 계열광고회사의 성장률 또한 높은 수준이며 매출액 편중현상은 최근 들어 더 심각해지고 있다.

계열광고회사로 광고물량이 실통될수록 자사 계열사의 광고를 몰아주는 폐해가 발생함으로써²⁾ 광고시장이 더욱 불투명하게 될 수 있으며, 불공정한 내부거래를 통해 재벌들의 재산 증식수단으로 악용될 가능성 또한 존재한다.³⁾

1) 7조 3802억 3000만 원

2) ‘땅 짚고 헤엄치는’ 재벌 계열 광고회사 - 모그룹서 일감 86% 몰아줘(경향신문, 2013.10.15.)

“재벌 계열 광고회사들이 모그룹의 일감 몰아주기 덕분에 ‘땅 짚고 헤엄치기식’ 영업활동을 하고 있는 것으로 나타났다. 15일 국회 정무위원회 소속 성완중 의원(새누리당)이 한국방송광고진흥공사 등의 현황조사 자료를 분석한 결과를 보면 지난해 삼성·현대차·LG·롯데·SK·한화·두산 등 7개 그룹이 계열 대행사에 준 광고물량은 총 2조794억원이었다. 이들 재벌 전체 광고 집행금액(2조4184억원)의 86%에 이른다. 삼성은 전체 광고물량 7420억원 중 7332억원(98.8%)을 계열사인 제일기획에 위탁했다. 현대차는 총 3782억원 중 2991억원(79.1%)을 계열사인 이노션 월드와이드에 맡겼다. LG(HS애드·엘베스트)는 일감을 몰아준 비율이 77.3%, 롯데(대흥기획)는 78.0%, SK(SK플래닛 M&C)는 80.1%, 한화(한컴)는 99.4%, 두산(오리콤)은 99.4%였다. 이들 재벌 계열 광고사는 대주주 또는 계열사 지분이 전체의 3분의 2 이상을 차지하고 있다. 현대차 계열 이노션은 정몽구 회장 부자 등 총수 일가가 100% 지분을 보유하고 있고, 롯데 계열의 대흥기획은 롯데쇼핑 등 계열사 지분이 90%에 이른다. 제일기획을 제외하면 재벌 계열 광고사들은 모두 비상장사라는 공통점도 갖고 있다. 광고사 수입 대부분이 총수 일가의 호주머니로 들어가는 구조인 셈이다.”

3) 재벌계열 광고회사, 대기업 광고취급액 93.8% '독식' - 일감 몰아주기를 통한 주주 개인 재산불리기의 전형(국정감사내용 발췌, 2012.10.11.)

“대기업 계열광고회사들이 광고시장을 독식하고 있는 것으로 나타났다. 공정거래위원회가 11일 새누리당 안덕수 의원에게 제출한 자료에 따르면 2011년 상위 10개 광고회사의 광고취급액 10조 3,212억원 중 대기업 계열 7개 광고회사의 광고취급액은 9조 6,822억원으로 93.8%의 비중을 차지하고 있다. 2011년 기준 우리나라 광고취급액의 92%를 대기업 계열광고회사가 차지하고 있고, 나머지 8% 시장에서 250여개의 중소 광고회사들이 살아남기 위해 치열하게 경쟁하고 있다. 2011년 방송광고 매출액 상위 4개 기업은 대기업 계열 광고회사인 제일기획(22.7%), 이노션(15.1%), HS애드(8.4%), SK M&C(7.4%)의 순으로 나타났다. 광고회사 매출 순위 20위 기업 중 대기업의 광고매출액은 2010년 8,600억원에서 2011년 1조 2,655억원으로 4,055억원, 47.2%나 증가했고, 2011년 광고회사 매출 20위 기업 중 대기업의 광고매출액 비중은 72.6%를 차지하고 있다. 이노션은 정몽구회장, 정성이, 정의선 등이 100%, L-Best는 구씨일가가 100%를 보유하고 있다. 이노션은 매년 30억원 이상을 3인 주주에게 배당으로 주고 있는데, 이는 일감 몰아주기를 통한 주주 개인 재산불리기의 전형이다.”

계열광고회사의 경우 방송광고를 집행할 때 관계회사가 지불보증을 대행해주는 반면, 독립광고회사는 직접 지불보증을 해야 하는 상대적인 어려움을 가지고 있는데, 계열광고회사가 수익계약과 불공정거래로 광고주를 유치함에 따라 시장을 과점하는 관행이 이어지고 있다.⁴⁾ 현행법상 광고회사는 한국방송광고공사(KOBACO)를 통해 법적으로 9.3~12%의 방송광고대행수수료를 지급받도록 제도화되어 있기 때문에 일단 수주만 하면 일정한 수입을 확보할 수 있는 구조이다. 미국광고업협회가 회원 자격으로 ‘하나 또는 그 이상 광고주에 의해 직접 또는 간접적으로 지배 또는 운영되는 회사는 회원이 될 수 없다’고 규정하고 있는 상황과는 확연히 다르게 국내의 계열광고회사는 대주주 또는 계열사지분이 평균적으로 전체의 3분의 2 이상을 차지하고 있으며, 총수 일가가 100% 지분을 보유하고 있는 기업도 존재한다. 또한 대규모기업집단 계열광고회사 대부분이 비상장사라는 공통점도 갖고 있기 때문에 광고회사 수익의 상당부분이 고스란히 총수일가의 수입이 되는 셈이다.⁵⁾

광고선전비(이하, 광고비)는 기업의 판매활동을 촉진하거나 기업가치 제고를 위해 지출되는 비용이다. 평균적으로 광고비는 매출액에서 약 1% 정도를 차지하고 있으며 매년 광고비의 비중이 증가하여 기업 내부적으로 중요한 원가항목 중 하나임을 알 수 있다. 또한 광고비는 프로세스가 명확하지 않고 경영자의 재량에 따라 지출금액과 시기를 조정할 수 있는 대표적인 재량적 원가이기 때문에 이익조정에 사용되는 원가항목이다(Graham et al., 2005; Cohen et al., 2010). 따라서 계열사 간 내부거래를 통해 지배주주의 사적 이익추구를 위해 비교적 수월하게 사용될 수 있는 지출이라 할 수 있다.

광고비 관련 대부분의 선행연구들은 광고비가 기업가치나 이익증대에 유의적인 관련성을 갖고 있음을 보고하고 있을 뿐(Hirschey, 1982; Hirschey and Weygandt, 1985; Bublitz and Ettredge, 1989; Chauvin and Hirschey, 1993; 최정호, 1994; 이상만, 1994; 정기식과 이정길, 1996; 권순용과 이상훈, 1999; 육근효, 2003 등), 광고비지출이 어떠한 메커니즘에 의해 결정되는지를 종합적으로 제시하지는 않고 있다. 즉, 광고비 의사결정에 영향을 미치는 계열광고회사를 통한 내부거래나 지배주주의 광고회사에 대한 지분율에 대한 체계적인 연구는 전무한 상황이다. 만약 광고비 의사결정에 영향을 미치는 재무적 요인뿐만 아니라 기업의 다른 주요 결정요인들을 파악할 수 있다면 학문적으로나 실무적으로 시사하는 바가 클 것이다.

특히 2013년 공정거래위원회의 일감몰아주기 규제가 이슈가 되고 있는 시기에 최근 내부거래의 대표적인 수단으로 거론되고 있는 계열광고회사가 내부거래에 미치는 영향 등을 검증할 필요가 있는 시점이라고 판단된다. 본 연구의 첫 번째 목적은 계열광고회사가 광고비지출에

4) 방송광고의 경우, 광고비를 대행사가 미리 한국방송광고공사에 대납하고 광고공사로부터 대행수수료를 받은 후 광고비는 후에 광고주로부터 받도록 되어 있다. 이에 따라 자금력이 약한 대부분의 독립광고대행사들은 광고공사와의 계약에 따라 미리 대납하는 광고비를 결제일 90일 이내의 어음으로 주고 광고주로부터는 통상 90일이 훨씬 넘는 어음을 받아 사채시장에서 할인을 해왔다. 그러나 대규모기업집단 계열광고회사들은 다른 계열사로부터 지불보증을 받아 어음할인비용을 부담할 필요가 없는 것이다.

5) 대규모기업집단 계열광고회사 중 ‘제일기획’만 제외하고 나머지는 모두 비상장사이다.

영향을 미치는지 알아보는 것이다. 언론의 보도와 같이 광고회사 매출액의 상당부분을 모기업의 광고비가 차지하고 있고 광고비의 재량적 성격을 감안할 때, 계열광고회사의 존재는 광고비지출의 중요한 요인일 수 있다. 따라서 다른 재무적 상황을 통제하고도 그룹 내에 계열광고회사의 존재여부가 대규모기업집단의 광고비지출에 어떠한 영향을 미치는지 실증적으로 검증하고자 한다.

관계회사 상호간의 내부거래는 이익조정 수단으로 이용될 개연성이 높은 거래이다. 관계회사 내부거래를 통한 경영자의 이익조정행위는 실제 거래를 통해 이루어진다는 점에서 실물거래활동을 이용한 이익조정(REM)의 하나로 볼 수 있다. 관계회사 간 내부거래는 경쟁시장 관점에서는 공정한 거래의 형태로 볼 수 없고, 내부거래가 이루어지면 거래의 특성상 쌍방 간에 이익이나 손실이 발생할 수 있다. 특수관계자와의 거래는 거래 당사자 중 한편이 다른 한편에게 영향력을 행사할 수 있기 때문에, 일반적인 거래에 비해 거래조건을 자신에게 유리하게 조정할 가능성이 존재한다(최원욱 등, 2011). 이 때 지배주주에게 유리한 거래가 이루어질 가능성이 높고, 이에 따라 계열광고회사에 대한 지배주주의 지분율이 높을수록 광고회사를 통한 내부거래를 증가시켜 계열광고회사의 매출을 늘리고자 할 유인이 존재할 수 있다.

따라서 본 연구의 두 번째 목적은 계열광고회사에 대한 지배주주의 지분율에 따라 광고비지출이 변화하는지를 검증하고자 한다. Jian and Wong(2010)은 관계회사 상호간의 내부거래는 소유와 경영이 분리되지 않은 아시아 신흥국가의 기업들에서 대주주가 소액주주의 이익을 침해하기 위해서 기업의 자산이나 이익을 자신들이 지배하고 있는 다른 계열사에 이전하는 형태로 이루어진다고 주장한다.⁶⁾ 이러한 거래 형태를 기존 연구들에서는 터널링(tunneling)이라고 부른다(Bae et al., 2002; Friedman et al., 2003; Jian and Wong, 2010).

국내 대규모기업집단에서의 대리인 문제는 지배권을 갖고 있는 지배주주가 소액주주의 부를 자신에게로 이전시키는 것이라고 할 수 있다(정구열 등, 2002; 전영순, 2003; 박종일, 2003; 안홍복, 2004 등). 예를 들어, 계열회사 간에 부당한 내부거래를 통하여 외부주주의 부를 소유경영자로 이전시키는 것이 이에 해당된다. 관계회사 상호간의 내부거래는 상품의 매출과 매입뿐만 아니라 자금의 차입과 제공, 기술제공, 담보 또는 보증의 제공, 유형자산의 처분, 용역의 제공, 리스계약 및 지분매입 등 다양한 형태로 이루어진다. 이 중에서 상품 또는 용역에 대한 매출과 매입은 계열사 간의 이익에 직접적인 영향을 미치게 되는데 계열광고회사의 매출을 늘림으로써 외부주주의 부를 지배주주로 이전시킬 수 있는 개연성이 존재한다.⁷⁾

6) Jian and Wong(2010)은 이러한 관계회사 간의 내부거래를 ‘related party transaction’ 이라고 하고 있다. 국내 관련 법령과 공시기준에서는 이를 ‘특수관계자 거래’ 라고 하며, 특수관계자는 대주주가 지분을 소유하여 지배하거나 친인척 관계를 통해 중대한 영향력을 행사할 수 있는 모든 주주, 임원 또는 관계회사를 포함한다. 이와 같은 거래는 흔히 ‘내부거래’ 라고 불리며, 내부거래는 관계회사와 대주주 간의 거래와 관계회사와 관계회사 간의 거래로 나누어질 수 있다. 본 연구에서의 분석대상은 관계회사 간의 내부거래이다.

7) 우리나라의 경우 공정거래위원회가 매년 대규모기업집단을 지정하여 일정 규모이상의 대규모거래에 대해서는 사전에 이사회 의결을 거쳐 이를 공시하도록 하고 있으며, 불공정거래 여부를 수시로 조사하는 등 계열사 간 내부거래에 대하여 규제를 하고 있다. 또한 종전 기업회계기준서 20호에서는 기업

실증분석결과 첫째, 광고비는 전기 광고비, 기업규모, 전기자산수익률, 부채비율, 매출액성장률, 현금흐름, 교육훈련비 등을 통제하고도 계열광고회사의 존재와 유의한 양(+)의 관계가 있는 것으로 나타났다. 즉, 계열광고회사를 보유하는 대규모기업집단의 광고비지출이 그렇지 않은 대규모기업집단의 광고비지출에 비해 유의한 수준에서 높은 것으로 나타났다.

둘째, 계열광고회사를 가지는 대규모기업집단만을 대상으로 실증분석을 실시한 결과, 계열광고회사에 대한 지배주주의 지분율이 많을수록 광고비지출은 증가하는 것으로 나타났다. 즉, 지배주주의 지분율이 높은 광고회사의 매출액을 증가시켜 배당가능이익을 증가시키려는 유인이 존재함을 알 수 있다.

본 연구는 이러한 결과를 토대로 다음과 같은 점에서 의의가 있다고 할 수 있다.

첫째, 광고비의 경제적 효과에 중점을 두었던 선행연구들과 달리 본 연구는 광고비를 결정하는 주요 요인들을 대규모기업집단 계열회사간 내부거래 관점에서 제시함으로써 기업의 경영 환경에 따라 광고비지출이 달라짐을 보여준다. 즉, 본 연구는 경영자의 재량을 대표하는 광고비가 특정한 경영조건에 따라 변동할 수 있음을 직접적으로 제시하고 있다. 이는 내부 의사결정자인 경영자뿐만 아니라 외부 규제기관 및 정보이용자가 기업을 평가하고 투자 의사결정을 내릴 때 유용할 것으로 보인다.

둘째, 그동안 제한적으로 제시되었던 광고비에 영향을 미치는 요인을 소유구조 측면에서 규명하였다. 지금까지의 대부분 선행연구는 광고비가 주요 경영성과를 나타내는 매출이나 이익과 상관관계가 있음을 규명한 것이다. 그러나 광고비는 경제적 효과를 나타내는 재무적 요인뿐만 아니라 계열광고회사의 유무와 지배주주의 광고회사에 대한 지분율에 의해 달라질 수 있음을 제시하였다. 이는 외부 정보이용자에게 간접적으로 내부거래를 통한 경영전략을 시사할 뿐만 아니라 광고비지출에 대해 풍부한 이해를 제공함으로써 정보비대칭 완화에 유의한 역할을 수행할 것이다.

이후에 본 연구는 다음과 같은 순서로 구성되었다. II장에서는 연구배경과 가설설정 및 선행 연구를 검토하고, III장에서는 실증분석을 위한 연구설계를 한다. IV장에서 실증분석 결과를 제시하고, 마지막으로 V장에서 실증결과를 요약하고 한계점 및 시사점을 제시하였다.

II. 선행연구 및 연구배경

2.1 소유구조 및 내부거래 관련 선행연구

에 중대한 영향력을 행사할 수 있는 관계회사 및 개인, 그리고 기업이 중대한 영향력을 행사할 수 있는 기업 등을 특수관계자로 규정하여 이러한 특수관계자 거래 관련 내용을 감사보고서의 주석으로 공시하도록 하고 있다. 회계감사기준에서도 특수관계자 거래에 대한 감사인의 책임과 감사절차에 대한 기본원리와 주요절차를 규정하고 있으며, 그 내용을 감사보고서의 별도문단에 표시하도록 하고 있다(한국공인회계사회 감사기준 550 특수관계자).

내부거래는 독립적인 기업들과의 거래와는 달리 기업내부에서 이루어지는 거래를 의미한다. 그러나 통상 우리나라에서는 대규모기업집단에 속하는 계열회사간 거래를 내부거래로 칭하고 있다. 계열회사간 거래 동기를 설명하는 상반된 두 가지 이론이 제시되고 있다. 첫째, 이익상충가설은 대리인이론에 기초하여 지배주주가 계열회사간의 내부거래를 통해서 사적이익을 극대화하기 때문에 결과적으로 소액주주의 이익이 침해된다는 가설이다. 둘째, 효율적 거래가설은 회사 내부비용이 시장가격구조에서 발생하는 외부거래비용보다 낮을 때 내부거래를 통해 경제적인 효율성을 높일 수 있다는 이론에 근거한다(Williamson 1975).

이상과 같은 상반된 두 가지 이론을 실증적으로 검증한 대부분의 연구에서는 이익상충가설이 지지되고 있다. 특히 대규모기업집단에서의 대표적인 대리인문제는 지배권을 갖고 있는 지배주주가 소액주주의 부를 자신에게로 이전시키는 현상이다(정구열 등 2002; 전영순 2003; 박종일 2003; 안홍복 2004; 김효진과 윤순석 2010; Kim et al. 2013 등). 즉, 계열회사 간 부당한 내부거래를 통하여 외부주주의 부를 지배주주에게로 이전시키는 문제이다. 특히 상품 또는 용역에 대한 매출과 매입은 계열회사 간 이익에 직접적인 영향을 미치게 되는데 특히, 이러한 상품 및 용역거래가 가장 빈번하게 이루어지는 거래라고 할 수 있다(최정호 2011).

기존 연구들을 살펴보면 주로 관계회사 간 내부거래와 이익조정 간의 관련성을 분석하거나(Gordon and Henry 2005; Jian and Wong 2010; 김지홍과 우용상 2008, 2009; 최정호 2011). 또한 관계회사 간 내부거래에 대한 시장반응을 분석하였고, 재무분석가 예측에 미치는 영향을 살펴보았다(Gordon et al. 2004; Cheung et al. 2006; 최정호 2010; 고윤성 등 2011; 김영화 2012 등). 그 외에도 특수관계자와의 거래와 과세문제를 살펴본 연구(Jung et al. 2009; 박종국 등 2011; 최원욱 등 2011; 이광숙과 윤성수 2012 등)와 주식거래를 통한 내부자 거래를 분석한 연구(김문철 등 2010; 김성환과 최순재 2010; 손성규 등 2011) 등이 있다. 그러나 관계회사 중 계열광고회사의 존재 및 소유구조와 광고비를 이용한 내부거래 간의 관계를 살펴본 연구는 아직 없다. 따라서 본 연구는 기존 국내외 연구들에서 체계적으로 분석된 바 없는 관계회사 간 광고비를 이용한 내부거래의 형태를 직접적으로 살펴본다는 측면에서 기존 선행연구에 추가적인 공헌을 할 것으로 기대한다.

관계회사 내부거래와 기업의 이익조정 간 관련성을 분석한 연구 중 Jian and Wong(2003)은 대규모기업집단에 속한 기업이 자본조달을 위해 신주인수권을 발행하기로 계획한 경우 및 상장폐지 위기에 처한 경우에 보고이익을 상향조정하기 위하여 계열사 간 내부거래가 증가된다고 주장하였다. 이어서 Jian and Wong(2010)은 관계회사 상호간의 내부거래는 소유와 경영이 분리되지 않은 아시아 신흥국가의 기업들에서 지배주주의 터널링 행위가 심각하다고 주장한다. 또한 Gordon and Henry(2005)는 관계회사 내부거래를 하는 기업은 재량발생액의 절대값과 유의한 양(+)의 관련성을 가짐을 보고하였다.

국내의 경우도 김지홍과 우용상(2009)은 특수관계자와의 거래규모가 클수록 발생액의 질이 낮아짐을 보고하였다. 이와 달리 최정호(2011)는 관계회사 매출과 실질이익조정 간의 관계를 분석한 결과에서 관계회사 매출은 비정상 영업현금흐름과 유의한 음(-)의 관계가 있음을 발견

하였다. 이를 통해 대주주가 다른 계열회사를 지원하고 이익을 이전하기 위하여 외부 판매가격과 다른 가격으로 계열사에 상품을 판매하는 등의 활동을 통해 소액주주의 부를 침해하는 현상을 확인하였다.

관계회사 간 내부거래는 경쟁시장 관점에서는 공정한 거래의 형태로 볼 수 없고, 내부거래가 이루어지면 거래의 특성상 쌍방간에 이익이나 손실이 발생할 수 있다. 특수관계자와의 거래는 거래 당사자 중 한편이 다른 한편에게 영향력을 행사할 수 있으므로, 일반적인 거래에 비해 거래조건을 공정하지 않게 조정할 가능성이 존재하기 때문이다(최원욱 등 2011). 이와 같이 관계회사 상호간의 내부거래는 지배주주의 이익조정 수단으로 이용될 개연성이 높다. 특히 광고비는 경영자의 재량에 따라 지출 금액이나 시기 등을 조정할 수 있는 대표적인 재량적 원가이므로 단기적인 경영성과 조정을 위해 의도적으로 통제될 수 있기 때문에(Graham et al., 2005; Cohen et al., 2010; 구정호, 2011; 송승아, 2013), 지배주주가 광고비를 이용한 내부거래를 이익조정 수단으로 사용할 수 있다. 만약 투자자나 분석가들이 대규모기업집단의 내부거래 및 이익조정과 관련하여 어떤 메커니즘에 의해 광고비지출이 결정되는지를 파악할 수 있다면 정보 비대칭성의 문제를 해소하여 합리적인 의사결정을 내리는데 중요한 역할을 할 수 있을 것이다. 따라서 본 연구는 비교적 유연성 및 재량성이 높은 광고비지출을 이용한 내부거래에 초점을 맞춘다.

2.2 연구배경

공정거래위원회가 총수가 있는 대기업의 부당한 일감몰아주기에 대한 규제안을 골자로 제정한 공정거래법 개정안이 2013년 7월 2일 국회 본회의를 통과하여 2014년 2월 14일부터 시행되고 있다.⁸⁾ 상장 대기업 등으로부터 총수일가 보유지분이 많은 회사로 부당하게 부의 이전을 추구하던 총수일가의 사적이익추구를 차단하고자 하는 목적이 개정안의 주요 골자이다.

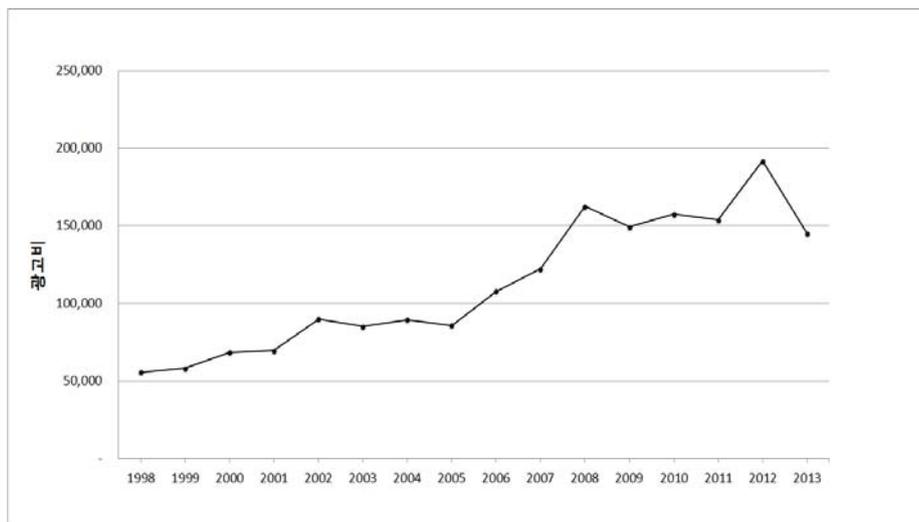
이와 관련한 대규모기업집단의 불공정한 일감몰아주기의 대표적인 사례를 계열광고회사와의

8) 관련된 기사내용(2013년 10월 1일, 헤럴드경제)의 일부이다.

“그간 쟁점이 됐던 규제대상 범위는 상장사의 경우 총수일가가 발행주식의 30% 이상을 소유할 경우, 비상장사는 20% 이상을 소유하고 있는 계열회사 208개사(상장사 30개, 비상장사 178개)로 확정됐다. 이들 기업은 일감 몰아주기로 부당한 이익을 제공할 경우 규제 대상이 된다. 규제 대상이 되는 경우는 상당히 유리한 조건의 거래, 사업기회의 제공, 합리적 고려나 비교과정 없는 상당한 규모의 거래 등 크게 세 가지로 분류된다. 상당히 유리한 조건의 거래의 경우 정상가격과 차이가 7% 이상이고 연간거래 총액이 상품과 용역의 경우 200억원, 자금과 자산의 경우 50억원을 넘으면 규제 대상이 된다. 회사가 수행하고 있는 사업과 밀접한 관계가 있고, 직접 수행시 상당한 이익이 되는 사업기회를 계열사에게 몰아주는 행위도 금지된다. 합리적 고려나 비교과정 없는 상당한 규모의 거래도 금지된다. 이는 입찰 등 적합한 선정과정이 없이 거래하는 행위를 금지하는 내용이다. 상품과 용역의 연간 거래총액이 매출액의 12% 이상 200억원 이상이면 규제를 받는다. …(중략)… 공정위 관계자는 “상장 대기업 등으로부터 총수일가 보유지분이 많은 회사로 부당하게 부의 이전을 추구하던 총수일가의 사익편취행위를 차단할 수 있을 것”이라며 “충분한 의견수렴을 거친 내용으로, 정상적인 기업활동에 부담을 주지 않으면서 부당한 행위는 실효적으로 차단할 수 있는 기준이 될 것”이라고 말했다.”

거래로부터 찾아볼 수 있는데, 계열광고회사가 성장하는 배경에는 대기업이 자사 계열사의 광고를 대거 대행하게 한 것이 주요하다(한국CM전략연구소). 계열광고회사로 광고물량이 쏠릴수록 자사 계열사의 광고를 몰아주는 폐해가 발생함으로써 불공정한 내부거래를 통해 재벌들의 재산 증식수단으로 악용될 가능성이 존재한다는 것이다. 더 나아가서 대규모기업집단 계열회사의 경우 대주주 또는 계열사 지분이 평균적으로 전체의 3분의 2 이상을 차지하고 있으며 총수 일가가 100% 지분을 보유하고 있는 기업도 존재한다. 더군다나 계열광고회사들은 대부분 비상장사이기 때문에 광고사 수입 대부분이 총수 일가의 부로 축적되고 있는 것이다.

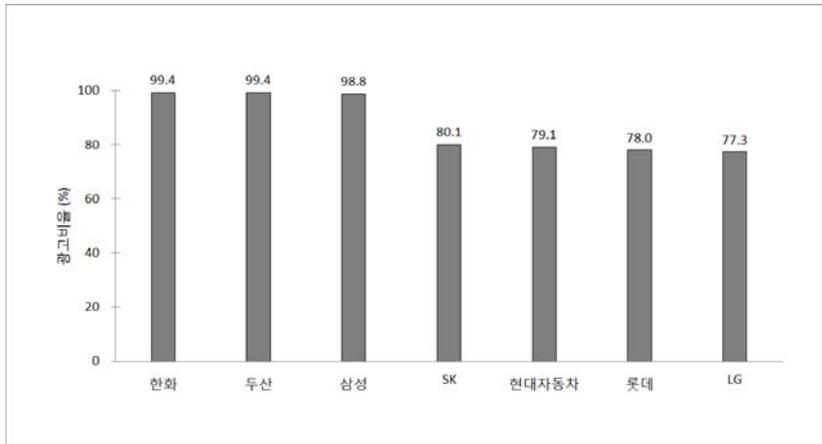
<그림 1>은 본 연구의 조사대상인 대규모기업집단 소속기업(46개 기업)의 연도별 광고비지출 평균값 추이를 나타낸 것이다. 1998년 이후 대규모기업집단의 광고비는 지속적으로 증가하는 추세를 보이고 있으며 2012년에는 그 소속기업의 광고비지출 평균이 2,000억원에 육박한다는 것을 알 수 있다. 한편, 2013년에는 대기업의 광고비지출이 전년도에 비해 현저히 감소하였다는 것을 확인할 수 있는데, 공정거래위원회의 대기업 일감몰아주기 규제가 광고비지출의 감소에 영향을 미쳤다는 것을 알 수 있으며 이를 통해 전체 광고시장의 축소에도 영향을 미쳤을 것이라는 예상이 가능하다.



<그림 1> 대규모기업집단 소속기업의 연도별 광고비지출 평균값 추이(단위: 백만원)

<그림 2>는 2012년 한 해 동안 대규모기업집단 소속기업이 각각 계열광고회사에 몰아준 광고비율을 나타낸다. 한화는 계열사인 한컴에 무려 99.4%, 두산도 오리콤에 99.4%의 광고물량을 위탁하였다는 것을 확인할 수 있다. 삼성은 계열사인 제일기획에 전체 광고물량 7,420억원 중 7,332억원(98.8%)을, SK는 SK플래닛, SK M&C에 전체 광고비의 80.1%를 몰아준 것으로 확인되었다. 현대자동차는 총 3,782억원 중 2,991억원(79.1%)을 계열사인 이노션 월드와이드에 위탁했으며, 롯데는 계열사인 대홍기획에 78%, LG는 계열사인 HS애드와 엘베스트에 77.3%의 광

고물량을 몰아준 것으로 나타났다.



<그림 2> 대규모기업집단이 계열광고회사에 몰아준 광고비율

(자료: 성완중의원실, 2013년)

<표 1>은 2013년 현재 주요광고회사의 계열사 및 지배주주 지분율을 나타낸다. 한컴은 김승연 한화그룹 회장 아들 3형제가 대주주인 한화에스앤씨(69.87%)와 김승연 회장의 부인(30.13%)이 대주주이며 이들이 100% 지분을 소유하고 있다. 한컴은 2008년 기준 79억원의 배당가능이익이 쌓이자 2009년 29억여원을 주주들에게 배당한 바 있다.

제일기획과 업계 1, 2위를 다투고 있는 이노션의 경우도 비슷한 사례인데, 정성이 이노션 고문(40%), 정의선 현대자동차 부회장(40%), 정몽구 현대자동차 회장(10%) 등 세 명의 지배주주가 전체 지분을 소유하고 있다. 이노션의 현대자동차그룹 계열사와의 매출거래는 2009년 787억원에서 2010년 1,422억원으로 급증하였고 이에 따라 당기순이익 역시 급증하였다. 이러한 과정에서 이노션은 2008년부터 매년 30억원씩 주식배당을 실시하였고 수혜는 고스란히 주주 3인에게 돌아간 셈이다.⁹⁾ 지배주주의 지분율이 계열광고회사의 매출액 및 보고이익에 영향력을 미칠 유인이 존재한다는 것을 추론해볼 수 있는 사례이다.

현대그룹의 경우 2010년 자회사 현대글로벌을 통해 그동안 현대그룹의 광고를 다뤄왔던 외국계 광고회사 ISMG코리아의 지분 40%를 인수하였다. 수주실적이 확대되면 현정은 현대그룹 회장과 정지이가 각각 59.21%와 7.89%의 지분을 보유하고 있는 현대글로벌이 ISMG코리아를 통해 지분법이익을 창출하는 구조가 된 것이다.

이재현 CJ그룹 회장의 동생인 이재환 CJ제일제당 상무가 100% 지분을 보유한 재산커뮤니케이션즈 역시 비슷한 경우다. 2005년 7월 설립된 재산커뮤니케이션즈는 외부 광고주 의뢰를 받아 CJ CGV극장에 상영되는 광고를 대행하고 있다.¹⁰⁾ 이를 통해 재산커뮤니케이션즈가 올린

9) 당시 정몽구회장의 지분율이 20%이었으므로 이노션의 전체 지분은 세 명의 지배주주에 의해 소유되었다.

수익은 2006년 63억원에서 2010년 149억원으로 급증한 바 있다.

이러한 대규모기업집단의 계열광고회사를 통한 내부거래 및 지배주주의 사적이익창출 등의 사례를 통해, 광고회사의 주주구성과 지분율에 대해 살펴봐야할 필요가 있다고 판단된다. 즉, 주주구성형태 및 지배주주의 지분율에 따라 일감 몰아주기의 형태가 민감해질 수 있다는 예측이 가능하고, 더 나아가서 지배주주가 계열광고회사를 통한 이익창출을 위해 계열기업들의 광고비지출에 영향을 미칠 유인이 있음을 시사하고 있다.

<표 1> 주요 광고회사의 계열사 및 주요주주의 지분율 현황(자료: 금감원, 2013년)

모기업	계열광고회사	지배주주현황 및 지분율
한화	한컴	한화에스엔씨(69.87%), 서영민(김승연회장 부인, 30.13%) 등 100%
두산	오리콤	(주)두산 67.58% 등 73.06%
삼성	제일기획	삼성물산(12.64%), 삼성카드(3.04%) 등 34.26% ¹¹⁾
SK	SK 플래닛 ¹²⁾	SK텔레콤 100%
현대자동차	이노션	정몽구(10%), 정성이(40%), 정의선(40%) 등 90%
롯데	대홍기획	신영재(신격호회장 딸, 6%), 롯데쇼핑(34%), 롯데장학재단(21%) 등 100%
LG	HS애드, 엘베스트	지투알(LG계열사) 100%
보광	휘닉스컵	홍석규 회장(29.47%), 덴츠(29.47%) 등 59.08%
대상	상암커뮤니케이션	대상홀딩스(임창욱회장 딸 임상민과 임세령이 각각 37.42%, 19.90% 지분보유) 100%
포스코	포레카	(주)포스코 100%
현대	ISMG코리아	현대글로벌(현정은회장과 딸 정지이가 각각 59.21%, 7.89% 지분보유) 40%
CJ	재산커뮤니케이션즈	이재환(이재현회장 동생) 100%

10) 실제로 현대자동차와 CJ의 경우 계열광고회사 설립을 기준으로 광고비지출액의 추이를 살펴본 결과, 다음과 같이 2005년 이노션과 재산커뮤니케이션 설립 후 광고비지출액이 확연히 증가한 것을 확인할 수 있다.

	2005년 이전 평균 광고비 (2001~2005)	2005년 이후 평균 광고비 (2006~2012)	증가비율
CJ	163,264 백만원	287,126 백만원	75.86%
현대자동차	234,372 백만원	377,831 백만원	61.21%
전체 평균	86,353 백만원	131,222 백만원	51.96%

11) 제일기획의 경우 다른 계열광고회사와 달리 유일하게 상장된 기업이다. 따라서 지배주주의 지분율이 다른 계열광고회사에 비해 상대적으로 낮다는 것을 확인할 수 있다.

12) 2012년 SK플래닛이 SK 계열광고회사인 SK M&C를 합병하였는데, SK M&C는 SK 이노베이션과 SK 텔레콤이 각각 50% 지분씩을 소유하고 있었다.

III. 연구설계

3.1 가설설정

일반적으로 기업에서 광고비는 연간 예산에 근거하여 집행된다. 예를 들어, 브레이크다운법(break-down method)에 의하면 매출액의 일정 비율을 광고비 예산으로 책정하거나 이익의 일정 비율로 광고비를 결정한다. 장대련과 한민희(2006)는 매출액의 일정 비율을 광고비로 집행함을 밝혔고, 박경락(2005)은 광고비가 기업 매출액과 경영성과에 어떠한 영향을 주는지 산업별로 분석한 결과 광고비는 매출액과 영업이익, 경상이익과 유의한 양(+)의 관계를 갖고 있으며 산업별로 그 효과가 상이함을 보고하였다. 동일한 맥락에서 김광수와 송석현(2003)은 회귀분석을 이용하여 텔레비전과 신문매체별로 광고비를 예측한 결과, 전기의 광고비가 당기의 광고비에 매우 유의하게 양(+)의 영향을 주고 있음을 설명하였다. 이들의 선행연구들을 통해 광고비는 매출액뿐만 아니라 기업규모, 재무적 상황, 이익, 전기 광고비 등에 의해 영향을 받는다고 주장하였다. 이와 같이 광고비는 개별기업의 재무적 상황이나 경영성과에 의해 영향을 받을 뿐만 아니라 거시적인 경제요인이나 산업요인 등에 의해 영향을 받을 수 있다(Peles, 1971; Abdel-Khalik, 1985; 권오박과 고재모, 2009; 이지혜와 전봉걸, 2011). 그러나 최근 이슈가 되고 있는 재벌기업의 내부거래 및 소유구조와 광고비지출을 관련지어 살펴본 연구는 전무하다.

따라서 본 연구는 선행연구와 달리 첫째, 광고비에 영향을 미치는 주요 결정요인으로써 계열광고회사와 관련한 회계선택을 규명하고자 한다. 둘째, 대규모기업집단의 광고비지출을 통한 터널링을 알아보기 위하여 계열광고회사에 대한 지배주주의 지분율이 소속기업의 광고비지출에 영향을 미치는지를 검증하고자 한다.

광고비는 경영자의 재량에 따라 지출 금액이나 시기 등을 통제할 수 있는 대표적인 재량적 원가이므로 단기적인 경영성과나 목적을 위해 의도적으로 조정되기도 하기 때문에(Graham et al., 2005; Cohen et al., 2010; 구정호, 2011; 송승아, 2013), 광고비를 이용한 내부거래가 지배주주에 의한 이익조정 및 거래비용 감소 수단이 될 수 있다.

박종국과 최정호(2006)는 한국의 대규모기업집단 소속기업들이 내부매출시 외부매출보다 낮은 이전가격을 책정하여 소득을 이전하고 있다는 증거를 제시한 바 있다. Ming and Jian(2003)은 대규모기업집단에 속하는 기업이 더 많은 내부거래를 하고 있음을 주장하였다. 내부거래의 동기와 관련하여 두 가지 상반된 시각인 이익상승가설과 효율적 거래가설 중 어느 가설이 지지되는지와 무관하게, 계열광고회사가 있는 대규모기업집단 소속기업의 지배주주는 터널링 및 거래비용 감소를 위한 수단으로 광고비를 이용한 내부거래를 이용할 수 있다. 따라서 계열광고회사의 존재는 대규모기업집단 소속기업의 광고비지출에 영향을 미칠 것이다.

따라서 본 연구는 광고비지출의 중요성이 증가하고 있는 최근의 추세에 발맞추어, 계열광고

회사를 가진 대규모기업집단의 내부거래를 통한 광고비지출 및 지배주주의 사적이익추구 가능성을 알아본다. 이를 위하여 다음과 같이 가설을 설정하고 대규모기업집단 소속기업의 광고비지출 행태를 살펴보고자 한다.

가설 1: 계열광고회사의 존재는 광고비지출에 영향을 미칠 것이다.

Cheung et al.(2006)은 홍콩의 상장기업을 대상으로 지배주주의 지분율이 높을수록 계열사 간 내부거래의 초과수익률이 낮다는 증거를 제시하여, 소유구조에 따라 내부거래의 형태가 달라질 수 있음을 시사하였다. Kohlbeck and Mayhew(2004)와 Gordon et al.(2004)는 지배구조가 취약한 기업일수록 내부거래가 많다는 증거를 제시함으로써, 지배구조가 취약할수록 지배주주가 내부거래를 통하여 소액주주의 이익을 침해할 가능성이 높다고 주장한다.

한국기업과 관련해서 Bae et al.(2002)은 소유구조가 집중된 재벌기업의 인수합병 과정에서 지배주주의 이익극대화가 목표로 작용하고 있으며, 지배주주의 터널링이 이루어지고 있음을 주장하였다.

임경묵과 조성빈(2007)은 한국 대규모기업집단 계열회사간 상품의 매출과 매입 거래내역과 지배주주의 현금흐름권(cash flow right)에 대한 자료를 이용하여 내부거래와 터널링 및 지배주주의 현금흐름권의 관련성을 분석하였다. 분석결과, 지배주주의 현금흐름권 차이와 수익률 차이 간 양(+)의 관련성을 발견함으로써 계열사간 내부거래를 통해서 부가 이전되고 있음을 주장하였다. 이와 관련하여 Claessens et al.(2000)과 La Porta et al.(2002)은 지배주주가 소액주주의 이익을 침해할 가능성은 소유가 집중된 기업일수록 더욱 높게 나타난다고 주장하고 있다. 즉, 지배주주의 소액주주 이익침해행위는 소유구조가 집약되어 지배구조가 취약한 기업에서 지배주주를 감시하기 어려운 기업일수록 많아질 것으로 예상된다. 이에 따라 본 연구는 계열광고회사에 대한 지배주주의 지분율이 계열사간 광고비를 이용한 내부거래에 영향을 미칠 것이라고 예상하고 다음과 같은 가설을 설정한다.

가설 2: 계열광고회사에 대한 지배주주의 지분율은 광고비지출에 영향을 미칠 것이다.

즉, 계열광고회사를 가진 대규모기업집단 소속기업의 상대적인 광고비 지출규모에 대해 알아보고, 계열광고회사에 대한 지배주주의 지분율에 따라 광고비지출에 어떠한 영향을 미치는지 실증적으로 검증하고자 한다.

3.2 연구모형 및 변수정의

본 연구는 대규모기업집단 계열광고회사의 존재와 광고회사에 대한 지배주주의 지분율이 소속기업의 광고비지출에 미치는 영향을 실증적으로 검정보고자 한다. 따라서 계열광고회사의

존재와 지배주주의 지분율을 주요 관심변수로 선정한다. 또한 선행연구들의 분석결과에 따라 광고비지출에 영향을 줄 수 있는 재무적 요인들을 통제변수로 선정하여 광고비지출에 미치는 영향을 알아보기 위한 연구모형을 다음과 같이 설정하기로 한다.

$$\begin{aligned}
 ADV_{it} = & \beta_0 + \beta_1 InhouseAgency_{it} + \beta_2 ADV_{i,t-1} + \beta_3 SIZE_{it} + \beta_4 ROA_{i,t-1} + \beta_5 LEV_{it} \\
 & + \beta_6 GROW_{it} \\
 & + \beta_7 CFO_{it} + \beta_8 TR_{it} + \beta_9 YD + \beta_{10} IND + \varepsilon_{it}
 \end{aligned}
 \tag{1}$$

여기에서, ADV_{it} : i기업의 t년도 광고비/매출액,
 $InhouseAgency_{it}$: 계열광고회사가 있으면 1 아니면 0인 더미변수,
 $ADV_{i,t-1}$: i기업의 t-1년도 광고비/매출액,
 $SIZE_{it}$: i기업의 t년도 기초총자산의 자연로그값,
 $ROA_{i,t-1}$: i기업의 t-1년도 당기순이익/총자산,
 LEV_{it} : i기업의 t년도 총부채/총자산,
 $GROW_{it}$: i기업의 t년도 매출액성장률,
 CFO_{it} : i기업의 t년도 영업현금흐름/매출액,
 TR_{it} : i기업의 t년도 교육훈련비/매출액 ,
 YD : 연도 더미변수.
 IND : 산업분류 더미변수.

식 (1)에서 주요관심변수인 $InhouseAgency$ 는 계열광고회사의 존재여부를 나타내는 더미변수이다. 계열 광고회사를 보유하는 대규모기업집단의 광고비지출이 그렇지 않은 기업집단에 비해 높다면 식(1)의 β_1 은 유의한 양(+)의 값을 가질 것으로 기대된다. 종속변수로는 당기의 광고비지출(ADV)을 사용하였고, 광고비는 매출액에 영향을 받으므로(박경락 2005;장대련과 한민희, 2005; 권오박과 고재모, 2009) 당기매출액으로 표준화하였다.

선행연구(구정호 등 2013)에 근거하여 광고비지출에 영향을 미치는 요인들을 다음과 같이 정리할 수 있으며, 다음의 변수들을 연구모형의 통제변수로 사용하기로 한다.

첫째, 기업에서 재량적 원가의 지출규모를 결정할 때 과거 수준을 유지하려는 유인이 크다. 박종국과 백태영(2006)은 재량적 원가를 결정함에 있어 전기 재량적 원가의 지출이 주요 요인임을 제시하였고, 김광수와 송석현(2003)은 전기광고비와 당기광고비가 유의한 양(+)의 관련성을 가진다고 보고하였다. 이와 같은 맥락에서 기업이 전기광고비 수준과 유사하게 당기광고비를 집행하려는 유인이 강하다면 광고비지출(ADV)은 전기광고비와 양(+)의 관련성을 가질 것이므로, 본 연구의 첫 번째 통제변수로 전기광고비($ADV_{i,t-1}$)를 사용한다.

둘째, 광고비지출은 기업규모에 따라 달라질 수 있을 것이다. 이지혜와 전봉걸(2011)은 기업규모가 클수록 광고활동을 증가시켜 광고비지출이 증가함을 보고하였다. 그러나 대규모기업집

단 소속기업의 경우 기업규모가 커질수록 다른 기업에 비해 이미 매출액 수준이 높고 기업광고나 홍보에 대한 수요가 감소하여 매출액에서 광고비가 차지하는 비율은 작아질 가능성 또한 존재하므로 이러한 영향을 통제하기 위하여 기업규모(*SIZE*)를 통제변수로 사용한다.

셋째, 전기 이익수준에 의해 당기의 광고비지출 규모가 결정될 수 있다. 브레이크다운법에 의해 이익의 일정비율로 광고비를 지출한다면 전기이익은 광고비지출에 양(+의 영향을 미칠 것이다. 따라서 본 연구는 전기자산수익률(*ROA*)을 통제변수로 사용한다.

넷째, 재무건전성은 광고비지출에 중요한 영향을 미칠 것이다. 이지혜와 전봉걸(2011)은 부채비율이 높은 기업일수록 광고비지출이 감소함을 보고하였는데, 기업의 부채비율이 높을수록 자금 상황에 대한 압력이 가해질 수 있기 때문에 경영자는 광고비를 일정수준으로 통제할 유인을 갖게 될 것이다. 또한 부채비율이 높아질수록 기업의 재무건전성을 개선시키는 수단으로써, 경영자는 이익을 높게 보고하기 위하여 광고비를 포함한 각종 비용들을 절감하게 될 것이다. 이에 따라 본 연구는 부채비율이 광고비지출에 미치는 영향을 통제하기 위하여 부채비율(*LEV*)을 변수로 사용한다.

다섯째, 광고비지출 규모를 결정함에 있어 성장성을 고려할 것이다. 즉, 성장률이 높은 기업은 광고비가 미래의 투자나 수요환기에 미치는 효과를 고려해 광고비를 지속적으로 지출할 가능성이 높을 수 있다. 그러나 매출액성장이 이미 높은 기업은 광고에 대한 수요가 상대적으로 감소하여 매출액 중 광고비가 차지하는 비중은 감소할 가능성 또한 존재한다. 따라서 성장성은 광고비지출에 영향을 미치는 주요한 특성 중 하나가 될 것이라고 판단하여 매출액성장률(*GROW*)을 통제변수로 선정하였다.

여섯째, 영업현금흐름이 광고비에 영향을 미칠 것이다. Devereau and Shiantarelli(1989)는 영국 제조업을 대상으로 현금흐름과 투자지출간의 관련성을 분석하였고, 현금흐름과 투자지출간에 양(+의 관계가 있음을 제시하였다. 현금흐름이 양호하고 투자를 많이 하는 기업일수록 광고비지출에 대한 여력을 가질 것이므로 영업현금흐름(*CFO*)을 통제변수로 선정한다.¹³⁾

마지막으로 경영자가 광고비지출 규모를 결정할 때 자원의 효율적인 배분을 고려한다면 다른 제약적원가인 연구개발비나 교육훈련비에 의해서도 영향을 받을 것이다. 또한 선행투자로서 미래에 투자를 많이 하는 기업이라면 임직원에 대한 교육활동도 중요시 할 것이다. 교육훈련비는 임직원의 미래 투자를 나타내는 대용치로 볼 수 있기 때문에 교육훈련비를 많이 사용하는 기업일수록 광고비지출이 많아질 것으로 기대하고 교육훈련비(*TR*)를 변수로 선정한다(구정호 등 2013).

본 연구는 이상의 내용을 기초로 전기광고비, 기업규모, 자산수익률, 부채비율, 매출액성장률, 영업현금흐름, 교육훈련비가 광고비지출에 미치는 영향을 통제하고도 계열광고회사의 존재와 계열광고회사에 대한 지배주주의 지분율이 대규모기업집단 소속기업의 광고비지출에 영향을 미치는지를 검증한다. 또한 광고비지출은 개별기업의 요인뿐만 아니라 GNP 등 국가의 시

13) 당기순이익과 영업현금흐름과의 다중공선성을 고려하여 순이익은 stock 개념인 총자산으로 표준화한 ROA를 사용하는 반면, 영업현금흐름은 flow 개념인 매출액으로 표준화한 변수를 사용한다.

기적 경제 여건 및 산업특성에 의해 민감하게 반응할 수 있기 때문에 연도더미변수(YD)와 산업더미변수(IND)를 포함하였다.

$$ADV_{it} = \beta_0 + \beta_1 InhouseAgency_{it} + \beta_{12} InhouseAgency_{it} * ADV_{i,t-1} + \beta_2 ADV_{i,t-1} + \beta_3 SIZE_{it0} + \beta_4 ROA_{i,t-1} + \beta_5 LEV_{it} + \beta_6 GROW_{it} + \beta_7 CFO_{it} + \beta_8 TR_{it} + \beta_9 YD + \beta_{10} IND + \varepsilon_{it} \quad \text{식 2)}$$

식 (2)는 계열광고회사의 존재가 전기광고비와 당기광고비의 상관관계에 추가적인 영향력을 행사하는지를 알아보기 위하여, 계열광고회사의 존재와 전기광고비의 상호작용변수 ($InhouseAgency * ADV_{i,t-1}$)를 삽입한 회귀모형이다. $InhouseAgency * ADV_{i,t-1}$ 는 계열광고회사 존재여부와 전기광고비의 상호작용변수로서 계열광고회사가 없는 기업과 비교하여 계열광고회사를 보유한 대규모기업집단 소속기업의 경우 전기광고비 ($ADV_{i,t-1}$)와 당기광고비 (ADV_{it}) 사이의 관련성이 통제집단에 비해 상대적으로 얼마나 변화하는가를 나타내는 변수이다. 따라서 식 (2)에서 $InhouseAgency * ADV_{i,t-1}$ 의 회귀계수 (β_{12})가 유의한 양(+)의 값을 보인다면 계열광고회사가 있는 기업은 전기광고비와 당기광고비와의 관련성이 계열광고회사가 없는 기업집단에 비해 더욱 높다는 의미로써, 계열광고회사의 존재가 광고비지출 규모뿐만 아니라 전기대비 당기의 광고비 변동성에도 영향을 미치는지 알 수 있다.

$$ADV_{it} = \beta_0 + \beta_1 Ownership_{i,t,t} + \beta_2 ADV_{i,t-1} + \beta_3 SIZE_{it} + \beta_4 ROA_{i,t-1} + \beta_5 LEV_{it} + \beta_6 GROW_{it} + \beta_7 CFO_{it} + \beta_8 TR_{it} + \beta_9 YD + \beta_{10} IND + \varepsilon_{it} \quad \text{식 (3)}$$

여기에서, $Ownership_{i,t,t}$: 지배주주의 계열광고회사에 대한 지분율¹⁴⁾.

식 (3)의 주요관심변수는 계열광고회사에 대한 지배주주의 지분율($Ownership$)인데 지배주주의 계열광고회사에 대한 지분율이 높을수록 대규모기업집단 소속기업의 광고비지출이 증가한다면 식 (3)의 β_1 또한 유의한 양(+)의 값을 가질 것으로 예상된다.

3.3 표본 선정

본 연구에서 광고비 지출 수준에 영향을 미치는 주요 요인들을 검증하기 위한 표본은 공정거래위원회에서 상호출자제한집단으로 규정하고 있는 대규모기업집단 소속기업으로 구성하고, 1998년부터 2013년까지를 분석기간으로 한다. 아래의 조건을 충족하는 기업을 표본으로 선정하였으며 최종표본은 678개이다.

14) 지배주주의 지분율은 지배주주 본인, 친족, 비영리법인, 등기임원, 자기주식 및 계열회사의 지분율 합으로 측정된 자료를 사용한다.

- (1) 대규모기업집단 소속기업
- (2) 은행, 보험, 증권업에 속하지 않는 기업
- (3) 재무제표 자료가 입수 가능한 기업
- (4) 자본잠식이 없는 기업
- (5) 12월 결산법인

IV. 실증분석 결과

4.1 기술통계량

<표 2>는 주요변수의 기술통계량을 나타낸다. 대규모기업집단 소속기업을 대상으로 하는 표본기업의 광고비지출(ADV_t) 평균은 매출액 중 0.6%정도를 나타내 일반기업들을 모두 포함하였을 때의 평균값인 1%에 다소 미치지 못하고 있다.¹⁵⁾ 이는 대기업의 매출액이 상대적으로 높기 때문에 나타난 결과라고 볼 수 있다. 대규모기업집단 내 계열광고회사($InhouseAgency_t$)를 가지는 대기업은 37% 정도임을 알 수 있으며, 계열광고회사에 대한 지배주주의 지분율($Ownership_t$)은 84% 이상의 평균값을 보이고 있다. 전기광고비(ADV_{t-1})는 당기에 비해 다소 낮은 수치인 매출액 대비 0.59%를 보이고 있으며, 대규모기업집단 소속기업의 전기자산수익률(ROA_{t-1})은 0.033 정도를 나타냄으로써 총자산대비 당기순이익이 3%를 상회하고 있음을 알 수 있다. 부채비율(LEV_t)은 평균 56.4%를 나타냈고 매출액성장률($GROW_t$)은 평균적으로 10% 이상이며, 영업현금흐름(CFO_t)은 매출액의 7%만을 차지하고 있다. 대기업은 교육훈련비(TR_t)로 평균 매출액의 0.06% 정도만을 지출하고 있다는 것을 알 수 있다.

<표 2> 기술통계량(N=678)

Variables	N	Mean	Std. Dev.	Min.	Median	Max.
ADV_t	678	0.0062	0.0083	0.0000	0.0032	0.0598
$InhouseAgency_t$	678	0.3717	0.4836	0.0000	0.0000	1.0000
$Ownership_t$	252 ¹⁶⁾	0.8431	0.2369	0.3426	1.0000	1.0000
ADV_{t-1}	678	0.0059	0.0068	0.0000	0.0032	0.0360
$SIZE_t$	678	29.5843	1.2849	25.1186	29.3826	32.5648
ROA_{t-1}	678	0.0328	0.0510	-0.2716	0.0318	0.5790
LEV_t	678	0.5640	0.1519	0.1850	0.5635	1.0000
$GROW_t$	678	0.1047	0.2454	-0.5900	0.0828	1.1300
CFO_t	678	0.0721	0.0990	-0.4800	0.0733	0.5000
TR_t	678	0.0006	0.0006	0.0000	0.0004	0.0045

15) 대규모기업집단 소속기업 중 매출액 대비 광고비지출이 10%를 초과하는 아모레퍼시픽과 하이트진로는 광고비 비중의 극단치라고 판단되어 표본에서 제거한 결과이다.

변수정의: ADV_t = 당기 광고비/매출액; $InhouseAgency_t$ = 계열광고회사가 있으면 1 아니면 0인 더미변수; $Ownership_t$ = 지배주주의 계열광고회사에 대한 지분율; ADV_{t-1} = 전기 광고비/매출액; $SIZE_t$ = 기초총자산의 자연로그값; ROA_{t-1} = 전기 순이익/총자산; LEV_t = 당기 총부채/총자산; $GROW_t$ = 당기 매출액증가율; CFO_t = 당기 영업현금흐름/매출액; TR_t = 당기 교육훈련비/매출액.

4.2 상관분석결과와 차이분석결과

<표 3>은 주요변수들의 상관관계 분석결과를 나타낸다. 광고비지출(ADV_t)은 계열광고회사의 존재($InhouseAgency_t$)와 유의한 양(+)의 상관관계를 보이고 있다. 또한 광고비지출은 계열광고회사에 대한 지배주주의 지분율($Ownership_t$)과도 양(+)의 상관관계를 가진다는 것을 알 수 있다. 특히, 전기광고비(ADV_{t-1})와는 0.894의 계수값을 보여 전기광고비와 당기광고비지출이 절대적으로 큰 상관관계를 가진다는 것을 확인할 수 있다.

한편 다른 통제변수들과의 상관계수를 살펴보면, 광고비지출과 기업규모($SIZE_t$), 전기자산수익률(ROA_{t-1}), 영업현금흐름(CFO_t), 교육훈련비(TR_t)와는 양(+)의 유의한 상관관계를 보이는 반면 부채비율(LEV_t) 및 매출액성장률($GROW_t$)과는 음(-)의 유의한 상관관계를 나타내고 있다.

<표 3> 상관분석결과(N=678)

	ADV_t	$InhouseAgency_t$	$Ownership_t$	ADV_{t-1}	$SIZE_t$	ROA_{t-1}	LEV_t	$GROW_t$	CFO_t
$InhouseAgency_t$	0.329 ($<.0001$)	1.000							
$Ownership_t$	0.110 (0.074)	0.363 ($<.0001$)	1.000						
ADV_{t-1}	0.894 ($<.0001$)	0.369 ($<.0001$)	0.073 (0.238)	1.000					
$SIZE_t$	0.077 (0.045)	0.554 ($<.0001$)	0.004 (0.946)	0.140 ($<.0001$)	1.000				
ROA_{t-1}	0.195 ($<.0001$)	0.160 ($<.0001$)	-0.027 (0.667)	0.171 ($<.0001$)	0.090 (0.019)	1.000			
LEV_t	-0.168 ($<.0001$)	-0.166 ($<.0001$)	-0.142 (0.020)	-0.134 ($<.0001$)	-0.053 (0.168)	-0.556 ($<.0001$)	1.000		
$GROW_t$	-0.191 ($<.0001$)	-0.073 (0.058)	0.114 (0.064)	-0.090 (0.019)	-0.157 ($<.0001$)	0.043 (0.268)	0.065 (0.089)	1.000	
CFO_t	0.132 (0.001)	0.095 (0.013)	-0.036 (0.563)	0.122 (0.001)	0.013 (0.731)	0.237 ($<.0001$)	-0.296 ($<.0001$)	0.178 ($<.0001$)	1.000
TR_t	0.436 ($<.0001$)	0.138 ($<.0001$)	0.002 (0.977)	0.436 ($<.0001$)	0.180 ($<.0001$)	0.046 (0.235)	0.026 (0.499)	-0.085 (0.026)	0.151 ($<.0001$)

변수정의: ADV_t = 당기 광고비/매출액; $InhouseAgency_t$ = 계열광고회사가 있으면 1 아니면 0인 더미변수; $Ownership_t$ = 지배주주의 계열광고회사에 대한 지분율; ADV_{t-1} = 전기 광고비/매출액; $SIZE_t$ = 기초총자산의 자연로그값; ROA_{t-1} = 전기 순이익/총자산; LEV_t = 당기 총부채/총자산; $GROW_t$ = 당기 매출액증가율; CFO_t = 당기 영업현금흐름/매출액; TR_t = 당기 교육훈련비/매출액.

<표 4>는 계열광고회사가 있는 대규모기업집단의 소속기업과 그렇지 않은 기업 간의 광고비

16) 지분율변수는 계열광고회사가 있는 대규모기업집단 소속기업 252개 표본을 대상으로 수집하였다.

지출과 다른 재무변수에 차이가 있는지를 알아보기 위하여 평균차이분석을 실시한 결과를 나타내고 있다.

우선 계열광고회사가 있는 대기모기업집단 소속기업의 광고비지출(ADV_t)과 전기광고비지출(ADV_{t-1})이 상대적으로 유의하게 높다는 것을 알 수 있다. 또한 기업규모($SIZE_t$)와 자산수익률(ROA_{t-1}), 영업현금흐름(CFO_t) 및 교육훈련비(TR_t)는 계열광고회사가 있는 대규모기업집단 소속기업이 그렇지 않은 기업에 비해 유의하게 높은 값을 보이는 반면, 부채비율(LEV_t)과 매출액성장률($GROW_t$)은 계열광고회사가 있는 대규모기업집단의 값이 유의하게 낮은 것으로 나타났다.

<표 4> 차이분석결과(N=678)

변수	InhouseAgency 보유기업 (N=252)	InhouseAgency 미보유기업 (N=426)	t-ratio	p-value
ADV_t	0.0097	0.0041	8.0850	<0.0001
ADV_{t-1}	0.0091	0.0040	9.4965	<0.0001
$SIZE_t$	30.5097	29.0461	16.8543	<0.0001
ROA_{t-1}	0.0434	0.0266	4.5708	<0.0001
LEV_t	0.5312	0.5835	-4.6336	<0.0001
$GROW_t$	0.0815	0.1174	-2.0196	0.0219
CFO_t	0.0844	0.0648	2.8344	0.0024
TR_t	0.0007	0.0005	3.7449	0.0001

변수정의: $InhouseAgency_t$ = 계열광고회사가 있으면 1 아니면 0인 더미변수; ADV_t = 당기 광고비/매출액; ADV_{t-1} = 전기 광고비/매출액; $SIZE_t$ = 기초총자산의 자연로그값; ROA_{t-1} = 전기 순이익/총자산; LEV_t = 당기 총부채/총자산; $GROW_t$ = 당기 매출액증가율; CFO_t = 당기 영업현금흐름/매출액; TR_t = 당기 교육훈련비/매출액.

4.3 회귀분석결과

<표 5>는 다른 재무적 요인들의 영향을 통제한 후 계열광고회사의 존재와 계열광고회사에 대한 지배주주의 지분율이 광고비지출에 영향을 주는지 알아보고자 하는 본 연구의 가설검정을 위한 회귀분석결과이다.

Panel 1의 분석결과에서 알 수 있듯이, 계열광고회사의 존재($InhouseAgency$)는 광고비지출(ADV_t)을 증가시키는 것으로 나타나 본 연구의 첫 번째 가설을 지지하고 있다($t=2.8198$). 즉, 대규모기업집단 소속기업은 계열광고회사가 존재할수록 기업의 광고비지출이 상대적으로 크다는 것을 알 수 있으며, 이러한 결과는 대규모기업집단 계열광고회사의 태생적 원인에 대해서도 시사하는 바가 크다.

상관분석결과와 평균차이분석 및 회귀분석의 Panel 1의 결과에서 확인할 수 있듯이, 전기광고비(ADV_{t-1})가 당기광고비지출(ADV_t)에 미치는 영향은 절대적이라는 것을 알 수 있다. 따라서

계열광고회사의 존재가 전기광고비와 당기광고비의 상관관계에 추가적인 영향력을 행사하는지를 알아보기 위하여 Panel 2는 계열광고회사의 존재와 전기광고비의 상호작용변수($InhouseAgency*ADV_{t-1}$)를 사용하여 실시한 회귀분석결과를 나타낸다. $InhouseAgency*ADV_{t-1}$ 는 계열광고회사 존재여부와 전기광고비의 상호작용변수로서, 계열광고회사가 없는 기업과 비교하여 광고회사를 보유한 대규모기업집단 소속기업의 경우 전기광고비(ADV_{t-1})와 당기광고비(ADV_t) 사이의 관련성이 상대적으로 얼마나 유의한가를 보이는 변수이다. 따라서 $InhouseAgency*ADV_{t-1}$ 의 회귀계수(β_1)가 유의한 양(+의 값)을 보인다면 계열광고회사가 있는 기업은 전기광고비와 당기광고비와의 관련성이 계열광고회사가 없는 기업집단에 비해 더욱 높다는 의미이다. <표 5>의 Panel 2의 분석결과에서 알 수 있듯이, $InhouseAgency*ADV_{t-1}$ 의 회귀계수(β_1)가 유의한 양(+의 값($t=3.8510$))을 보임으로써 계열광고회사의 존재가 광고비지출 규모뿐만 아니라 광고비의 기간 간 변동성에도 영향을 미친다는 것을 알 수 있다.

<표 5> 계열광고회사와 지분율이 광고비지출에 미치는 영향을 알아보기 위한 회귀분석결과

모형: $ADV_{it} = \beta_0 + \beta_1 InhouseAgency_{it} + \beta_2 ADV_{it-1} + \beta_3 SIZE_{it} + \beta_4 ROA_{it-1} + \beta_5 LEV_{it} + \beta_6 GROW_{it} + \beta_7 CFO_{it} + \beta_8 TR_{it} + \beta_9 YD + \beta_{10} IND + \epsilon_{it}$						
$ADV_{it} = \beta_0 + \beta_1 InhouseAgency_{it} + \beta_{12} InhouseAgency_{it} * ADV_{it-1} + \beta_2 ADV_{it-1} + \beta_3 SIZE_{it} + \beta_4 ROA_{it-1} + \beta_5 LEV_{it} + \beta_6 GROW_{it} + \beta_7 CFO_{it} + \beta_8 TR_{it} + \beta_9 YD + \beta_{10} IND + \epsilon_{it}$						
$ADV_{it} = \beta_0 + \beta_1 Ownership_{it} + \beta_2 ADV_{it-1} + \beta_3 SIZE_{it} + \beta_4 ROA_{it-1} + \beta_5 LEV_{it} + \beta_6 GROW_{it} + \beta_7 CFO_{it} + \beta_8 TR_{it} + \beta_9 YD + \beta_{10} IND + \epsilon_{it}$						
변수	종속변수: ADV_t					
	Panel 1(N=678)		Panel 2(N=678)		Panel 3(N=252)	
	회귀계수	t-값	회귀계수	t-값	회귀계수	t-값
절편	-0.1923	-2.9790***	-0.1922	-2.9912***	-0.1140	-1.2025
$InhouseAgency_t$	.0010	2.8014***	.0002	0.4355		
$InhouseAgency_t * ADV_{t-1}$			.1158	2.6463***		
$Ownership_t$					.0028	2.3686***
ADV_{t-1}	1.0196	42.3040***	.9584	28.7630***	.9640	20.8281***
$SIZE_t$	-.0008	-6.0193***	-.0008	-5.6000***	-.0015	-5.5956***
ROA_{t-1}	.0060	1.8819*	.0075	2.3271**	.0137	1.5765
LEV_t	-.0005	-0.4689	.0001	0.0563	-.0091	-2.8111***
$GROW_t$	-.0043	-7.5065***	-.0043	-7.4879***	-.0106	-7.5260***
CFO_t	.0030	1.9963**	.0032	2.1433**	.0119	2.6199***
TR_t	1.0353	3.7672***	1.0308	3.7676***	.4031	.6660
YD, IND	포함					
수정 R ²	0.8247		0.8262		0.8413	

변수정의: ADV_t = 당기 광고비/매출액; $InhouseAgency_t$ = 계열광고회사가 있으면 1 아니면 0인 더미변수; $Ownership_t$ = 지배주주의 계열광고회사에 대한 지분율; ADV_{t-1} = 전기 광고비/매출액; $SIZE_t$ = 기초총자산의 자연로그값; ROA_{t-1} = 전기 순이익/총자산; LEV_t = 당기 총부채/총자산; $GROW_t$ = 당기 매출액증가율; CFO_t = 당기 영업현금흐름/매출액; TR_t = 당기 교육훈련비/매출액; YD = 연도더미; IND = 산업더미.

***, **, *는 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 유의함을 나타냄.

<표 5>의 Panel 3은 계열광고회사가 있는 대규모기업집단 소속기업을 대상으로 하여 지배주

주의 계열광고회사에 대한 지분율이 광고비지출에 어떠한 영향을 미치는지를 알아보기 위한 회귀분석결과를 나타낸다. 분석결과, 다른 재무적 영향요인을 통제하고도 계열광고회사에 대한 지배주주의 지분율(*Ownership*)이 높아질수록 광고비지출이 증가하는 것으로 나타나($t=2.9644$) 본 연구의 두 번째 가설을 지지하고 있다. 즉, 계열광고회사에 대한 지분율이 높아질수록, 지배주주는 계열광고회사의 매출액을 증가시켜 배당가능이익을 높이기 위하여 소속기업의 광고비지출을 늘리고자 하는 유인이 존재함을 실증적으로 확인할 수 있다.

전기광고비($ADV_{i,t}$)의 경우 세 개의 모형 모두에서 양(+)의 유의한 계수값을 나타내 당기광고비지출(ADV)과의 절대적인 관련성을 보여주고 있다. 즉, 광고비지출은 다른 재무적 요인의 영향보다는 제약된 추세 속에 결정되고, 따라서 광고비지출은 전기광고비에 의해 대부분이 설명된다는 것을 알 수 있으며, 이러한 특성으로 인해 전기광고비지출과 당기광고비지출간의 관련성은 다른 어떤 요인보다도 높은 통계량을 보이는 것으로 추론된다.

대규모기업집단 소속기업을 대상으로 한 본 연구에서 기업규모(*SIZE*)는 광고비지출(ADV)에 음(-)의 영향을 미치는 것으로 나타나 대기업의 경우 규모가 커질수록 이미 기업광고에 대한 유인이 감소하는 것으로 보이며, 이는 광고비의 표준화변수인 매출액이 상대적으로 높아져서 구조적으로 나타나는 결과일 수도 있다. 전기자산수익률($ROA_{i,t}$)은 광고비지출에 양(+)의 영향을 미치는 것으로 나타남으로써($t=1.8846, 2.4068, 1.7381$) 전기경영성과가 증가할수록 당기 광고비지출은 높아지는 것을 확인할 수 있다. 부채비율(LEV)의 경우 대체로 음(-)의 부호를 보이는 하나 지배주주의 지분율을 설명변수로 사용한 Panel 3에서만 유의한 통계량($t=-1.6717$)을 보여 부채비율이 광고비지출에 미치는 영향과 관련한 선행연구(이지혜와 전봉걸, 2011)를 부분적으로 지지하는 것으로 나타났다.

매출액성장률($GROW$)은 세 모형 모두에서 유의한 음(-)의 회귀계수를 나타내고 있어 매출액성장률이 높아질수록 광고비지출은 낮아지는 것을 의미함으로써 관련 선행연구(Devereau and Shiantarelli 1989)와는 반대의 결과를 보이는 셈이다. 그러나 매출액성장이 이미 높은 대규모기업집단 소속기업일수록 적극적으로 기업과 제품을 알리기 위한 수요가 상대적으로 낮아서 매출액 중 광고비가 차지하는 비중이 감소할 것이라는 본 연구의 예상을 지지하는 결과이다.

영업현금흐름(CFO)은 광고비와 양의관계를 보이고 있다. 영업흐름이 좋은 기업은 광고비지출이 많을 것이라는 예상을 지지하는 결과이다. 또한 교육훈련비(TR)의 경우 양(+)의 회귀계수를 나타내고 있다. 즉, 재량적 성격을 가지는 교육훈련비지출이 높은 기업은 광고비지출도 많아지는 것으로 나타나서 재량적 비용들의 상호 보완적인 지출성향을 확인할 수 있다.

매출에서 광고비가 차지하는 비중에 따라 계열광고회사 존재 및 지배주주지분율이 광고비지출에 미치는 영향의 형태가 달라질 수 있다. 즉, 광고비비중이 큰 집단과 그렇지 않은 집단의 광고비지출 결정요인의 중요도가 상이할 수 있다. 예를 들어, 매출에서 광고비의 비중이 큰 기업의 경우 광고를 집행할 수 있는 자금의 폭이 크기 때문에 재량이 증가하여 계열광고회사의 매출에 영향을 주거나, 전기광고비 및 당기광고비의 관련성이 더욱 민감해질 수 있다. 또한 지배주주의 지분율에 따라 광고비지출 변화에 상대적인 차이를 보일 수 있다고 판단된다. 따라

서 매출액 대비 광고비 비중에 따라 표본을 구분하여 이러한 차이를 실증적으로 검증해보는 것이 의미가 있을 것이다.

<표 6>은 광고비지출의 중위수를 기준으로 광고비지출이 높은 기업과 낮은 기업으로 구분하여 회귀분석을 실시한 결과이다. Panel 1은 광고비가 높은 집단과 낮은 집단에 대해 각각 계열광고회사의 존재가 광고비지출에 미치는 영향을 알아보기 위한 회귀분석결과이다. 분석결과, 광고비가 상대적으로 낮은 기업집단의 경우 계열광고회사의 존재(*InhouseAgency*)가 광고비지출(*ADV*)에 유의한 영향을 미치는 반면, 광고비지출이 높은 집단에서는 계열광고회사와 광고비지출간의 유의한 관련성이 관찰되지 않았다. 이와 같은 결과는 앞의 <표 4>에서 유추할 수 있듯이 광고비지출이 높은 집단의 경우에 다수의 기업이 계열광고회사를 보유한 기업일 가능성이 높아져, *InhouseAgency* 값이 1인 기업이 절대적으로 많아짐으로써 계열광고회사의 존재(*InhouseAgency*)의 설명력이 낮아져서 나타난 현상일 수 있다.¹⁷⁾ 또한 광고비가 높은 집단의 경우 전기광고비(ADV_{t-1})의 회귀계수가 0.99 이상을 나타내고 통계량 또한 절대적으로 높은 값($t=27.3387$)을 보임으로써, 광고비가 낮은 집단에 비해 전기의 광고비지출이 당기 광고비에 상대적으로 더 큰 영향($t=-20.1205$)을 미친다는 것을 알 수 있다.

기업규모(*SIZE*)와 매출액성장률(*GROW*)의 경우 광고비가 높은 집단과 낮은 집단에서 각각 반대부호의 회귀계수를 나타내고 있다. 즉, 광고비가 낮은 집단에서는 기업규모가 커질수록, 매출액성장률이 높아질수록 광고비지출이 증가($t=2.6611, 1.7343$)하는 반면, 광고비가 높은 집단에서는 기업규모가 커지거나 매출액성장률이 높아질수록 광고비지출은 감소($t=-5.3232, -8.3833$)하는 형태를 보여 광고비 비중에 따라 광고비지출에 미치는 재무적 요인의 형태가 달라짐을 알 수 있다. 영업현금흐름(*CFO*) 또한 광고비가 높은 집단에서는 양(+의 회귀계수를 보이고 광고비가 낮은 집단에서는 음(-)의 회귀계수를 보임으로써, 두 집단에서 각각 광고비지출에 반대의 영향을 미치는 것으로 나타났다.¹⁸⁾

17) 실제로 광고비지출이 높은 집단(N=339)의 경우 계열광고회사가 있는 경우가 206 기업-연도로 나타나 60.8%를 차지한 반면, 광고비지출이 낮은 집단(N=339)에서는 계열광고회사의 보유가 46 기업-연도로 나타나 전체의 14.6%에 지나지 않음이 확인되었다.

18) 이는 <표 2>의 기술통계량에서 확인할 수 있듯이 종속변수인 광고비지출(*ADV*)의 분산(0.0083²)이 다른 변수에 비해 상대적으로 작아서 즉, 기업마다 일정한 광고비지출에 수렴하려는 경향으로 인해서 나타난 결과일 수도 있음을 의미한다.

<표 6> 광고비지출이 높은 집단과 낮은 집단의 회귀분석결과

Panel 1: 계열광고회사의 존재가 광고비지출에 미치는 영향					
$ADV_{it} = \beta_0 + \beta_1 InhouseAgency_{it} + \beta_2 ADV_{it-1} + \beta_3 SIZE_{it} + \beta_4 ROA_{it-1} + \beta_5 LEV_{it} + \beta_6 GROW_{it} + \beta_7 CFO_{it} + \beta_8 TR_{it} + \beta_9 YD + \beta_{10} IND + \epsilon_{it}$					
변수	종속변수: ADV_t				
	광고비 낮은 집단(N=339)		광고비 높은 집단(N=339)		계수동일성검정
	회귀계수	t-값	회귀계수	t-값	t-값
절편	.0524	2.7024***	-.0594	-.5074	0.9422
$InhouseAgency_t$	.0003	2.3252**	.0006	1.0788	-0.4877
ADV_{t-1}	.1617	8.1123***	.9908	27.0316***	-19.8699***
$SIZE_t$	.0001	2.6744***	-.0013	-5.4983***	5.9111***
ROA_{t-1}	-.0002	-0.1920	.0146	2.5435**	-2.5413**
LEV_t	-.0006	-2.0635**	-.0018	-.7794	0.5016
$GROW_t$	.0003	1.7486*	-.0095	-8.5029***	8.6643***
CFO_t	-.0007	-1.6866*	.0046	1.6688*	-1.9163*
TR_t	.5321	4.4915***	.7498	1.9172*	-0.5328
YD, IND	포함				
수정 R ²	.2908		.8007		

Panel 2: 계열광고회사 존재 및 전기광고비가 광고비지출에 미치는 영향					
$ADV_{it} = \beta_0 + \beta_1 InhouseAgency_{it} + \beta_{12} InhouseAgency_{it} * ADV_{it-1} + \beta_2 ADV_{it-1} + \beta_3 SIZE_{it} + \beta_4 ROA_{it-1} + \beta_5 LEV_{it} + \beta_6 GROW_{it} + \beta_7 CFO_{it} + \beta_8 TR_{it} + \beta_9 YD + \beta_{10} IND + \epsilon_{it}$					
변수	종속변수: ADV_t				
	광고비 낮은 집단(N=339)		광고비 높은 집단(N=339)		계수동일성검정
	회귀계수	t-값	회귀계수	t-값	t-값
절편	.0521	2.6895***	-.0757	-.6489	1.0805
$InhouseAgency_t$	.0005	2.6487***	-.0008	-.9318	1.4368
$InhouseAgency_t * ADV_{t-1}$	-.0729	-1.3238	.1477	2.1067**	-2.4744**
ADV_{t-1}	.1723	8.0294***	.8964	15.5171***	-11.7493***
$SIZE_t$	.0001	2.6793***	-.0013	-5.3808***	5.7974***
ROA_{t-1}	-.0002	-0.2566	.0174	2.9563**	-2.9598***
LEV_t	-.0006	-2.1009**	-.0008	-.3600	0.0849
$GROW_t$	.0003	1.6527*	-.0093	-8.3921***	8.5414***
CFO_t	-.0007	-1.6246	.0055	2.0022**	-2.2338**
TR_t	.5280	4.4607***	.7079	1.8171*	-0.4418
YD, IND	포함				
수정 R ²	.2924		.8028		

Panel 3: 지배주주의 지분율이 광고비지출에 미치는 영향

$$ADV_{i,t} = \beta_0 + \beta_1 Ownership_{i,t} + \beta_2 ADV_{i,t-1} + \beta_3 SIZE_{i,t} + \beta_4 ROA_{i,t-1} + \beta_5 LEV_{i,t} + \beta_6 GROW_{i,t} + \beta_7 CFO_{i,t} + \beta_8 TR_{i,t} + \beta_9 YD + \beta_{10} IND + \varepsilon_{i,t}$$

변수	종속변수: ADV_t				
	광고비 낮은 집단(N=126)		광고비 높은 집단(N=126)		계수동일성검정
	회귀계수	t-값	회귀계수	t-값	t-값
절편	-0.0350	-5.593	.0282	.1004	-0.2195
$Ownership_t$	.0010	1.2445	.0035	1.8035*	-1.1834
ADV_{t-1}	.5286	10.9246***	.8422	11.1582***	-3.4981***
$SIZE_t$	-0.0001	-4.552	-0.0021	-5.1454***	4.7619***
ROA_{t-1}	-0.0012	-.3193	.0068	.4490	-0.5137
LEV_t	-0.0009	-6.514	-0.0133	-2.1945**	2.0056**
$GROW_t$	-0.0007	-.9461*	-0.0158	-7.2958***	6.6655***
CFO_t	-0.0007	-.3858	.0359	3.6506***	-3.6614***
TR_t	.6038	2.3370**	.5951	.5339	0.0075
YD, IND	포함				
수정 R ²	.5560		.8344		

변수정의: ADV_t = 당기 광고비/매출액; $InhouseAgency_t$ = 계열광고회사가 있으면 1 아니면 0인 더미변수; $Ownership_t$ = 지배주주의 계열광고회사에 대한 지분율; ADV_{t-1} = 전기 광고비/매출액; $SIZE_t$ = 기초총자산의 자연로그값; ROA_{t-1} = 전기 순이익/총자산; LEV_t = 당기 총부채/총자산; $GROW_t$ = 당기 매출액증가율; CFO_t = 당기 영업현금흐름/매출액; TR_t = 당기 교육훈련비/매출액; YD = 연도더미; IND = 산업더미.
***, **, *는 각각 1%, 5%, 10% 수준에서 유의함을 나타냄.

<표 6>의 Panel 2는 광고비가 높은 집단과 낮은 집단에 대해 각각 다른 형태로 계열광고회사의 존재가 전기광고비와 당기광고비의 상관관계에 추가적인 영향력을 행사하는지를 알아보기 위하여, 계열광고회사의 존재와 전기광고비의 상호작용변수($InhouseAgency*ADV_{t-1}$)를 추가하여 실시한 회귀분석결과를 나타낸다. 분석결과, 광고비가 상대적으로 낮은 기업집단의 경우 계열광고회사의 존재($InhouseAgency$)가 광고비지출(ADV_t)에 여전히 유의한 영향을 미치는 반면, 광고비지출이 높은 집단에서는 $InhouseAgency*ADV_{t-1}$ 가 유의한 양(+)의 값을 보임으로써 계열광고회사가 없는 집단과 비교하여 광고회사를 보유한 대규모기업집단 소속기업의 경우에 전기광고비(ADV_{t-1})와 당기광고비(ADV_t) 사이의 관련성이 상대적으로 더욱 높다는 것을 나타낸다. 즉, 광고비 비중이 높은 집단에서는 계열광고회사의 존재가 광고비지출 규모보다는 광고비의 기간 간 변동성에 유의한 영향을 미친다는 것을 알 수 있다.

<표 6>의 Panel 3은 계열광고회사가 있는 기업집단만을 대상으로 광고비지출이 높은 집단과 낮은 집단으로 구분한 후, 각각 지배주주의 계열광고회사에 대한 지분율이 광고비지출에 미치는 영향을 알아보기 위해 실시한 회귀분석결과이다. 분석결과를 살펴보면, 광고비가 높은 집단에서는 지배주주의 지분율이 광고비지출을 증가시키는 것으로 나타난 반면, 광고비가 낮은 집

단에서는 Panel 1에 비해 전기광고비($ADV_{i,t}$)의 회귀계수($\beta_{\text{주}}=5.286$)가 증가하였을 뿐 지배주주의 지분율과 광고비지출간의 유의한 관련성이 나타나지 않았다. 이를 통해 상대적으로 광고비 비중이 높은 집단에서는 광고비로 사용할 수 있는 자금의 폭이 상대적으로 크므로 재량이 증가하여 지배주주의 지분율에 의한 영향력이 더욱 유의하게 나타난 반면, 광고비가 낮은 집단은 광고비의 재량적 지출이 수월하지 않아 다른 재무적 요인보다는 주로 전기수준의 광고비에 의해 광고비지출이 결정된다는 것을 알 수 있다.

V. 결 론

본 연구는 계열광고회사를 가진 대규모기업집단의 내부거래를 통한 지배주주의 사적이익추구 가능성을 알아보기 위하여 대규모기업집단의 광고비를 이용한 회계선택을 살펴보고자 하였다. 즉, 계열광고회사를 가진 대규모기업집단의 상대적 광고비지출규모를 알아보고, 계열광고회사에 대한 지배주주의 지분율이 광고비지출에 영향을 미치는지 실증적으로 검증하였다.

연구의 첫 번째 목적은 계열광고회사 보유가 광고비지출에 영향을 미치는지 알아보는 것이다. 광고회사 매출액의 상당부분을 모기업의 광고비가 차지하고 있고, 광고비의 재량적 성격을 감안한다면 계열광고회사의 존재는 광고비지출의 중요한 요인일 수 있다. 또한 관계회사 상호간의 내부거래시 지배주주의 지분율이 높을수록 광고회사를 통한 내부거래를 증가시켜 계열광고회사의 매출을 늘리고자 할 유인이 존재할 수 있으므로, 본 연구의 두 번째 목적은 계열광고회사에 대한 지배주주의 지분율에 따라 광고비지출이 변화하는지를 검증하는 것이다.

실증분석결과 첫째, 광고비지출은 전기광고비, 기업규모, 전기자산수익률, 부채비율, 매출액성장률, 영업현금흐름, 교육훈련비 등을 통제하고도 계열광고회사의 존재와 유의한 양(+)의 관계가 있는 것으로 나타났다. 즉, 계열광고회사를 보유하는 대규모기업집단 소속기업의 광고비지출이 그렇지 않은 대규모기업집단의 광고비지출에 비해 유의한 수준에서 높은 것으로 나타났다.

둘째, 계열광고회사를 가지는 대규모기업집단만을 대상으로 실증분석을 실시한 결과, 계열광고회사에 대한 지배주주의 지분율이 높을수록 소속기업의 광고비지출은 증가하는 것으로 나타났다. 즉, 지배주주의 지분율이 높은 광고회사의 매출액을 증가시켜 배당가능이익을 증가시키려는 유인이 존재함을 실증적으로 확인하였다.

추가적으로 광고비가 높은 집단과 낮은 집단으로 구분하여 각각 회귀분석을 실시한 결과, 광고비가 낮은 집단의 경우 계열광고회사의 존재와 전기광고비 수준이 광고비지출에 유의한 영향을 미치는 것으로 나타났다. 반면 광고비가 높은 집단의 경우에는 지배주주의 지분율과 광고비지출간의 관련성이 상대적으로 더 유의한 것으로 나타나 광고비 비중에 따라 광고비지출에 미치는 재무적 요인의 차이가 있음을 알 수 있다.

본 연구는 광고비의 경제적 효과에 중점을 두었던 선행연구들과 달리 본 연구는 광고비를

결정하는 주요 요인들을 대규모기업집단 계열회사간 내부거래 관점에서 제시함으로써 기업의 경영환경에 따라 광고비지출이 달라짐을 보여준다. 즉, 본 연구는 광고비를 이용한 내부거래와 관련한 실증결과를 도출함으로써, 최근 대규모기업집단 현황공시와 함께 내부거래공시에 대한 논의가 부각되고 있는 상황에서 실무계 및 회계기준 제정기관과 특히, 기업집단의 내부거래를 감독하고 있는 규제기관에 유용한 시사점을 제공할 것으로 기대된다.

또한 그동안 제한적으로 제시되었던 광고비에 영향을 미치는 요인을 소유구조 측면에서 종합적으로 규명하였다. 즉, 광고비는 경제적 효과를 나타내는 재무적 요인뿐만 아니라 계열광고 회사의 유무와 지배주주의 광고회사에 대한 지분율에 의해 달라질 수 있음을 제시하였다. 이는 외부 정보이용자에게 간접적으로 내부거래를 통한 경영전략을 시사할 뿐만 아니라 광고비 지출에 대해 풍부한 이해를 제공함으로써 정보비대칭 완화에 유의한 역할을 수행할 것이다.

한편, 대규모기업집단의 소속기업만을 대상으로 분석을 실시하다 보니 표본 수 제약으로 산업통제를 하지 않았다는 점이 본 연구의 한계점이라 할 수 있겠다. 산업의 특성상 광고비가 매출액에서 차지하는 비중의 차이가 존재하는데, 향후 좀 더 정교한 분석을 위하여 광고비의 산업평균을 통제한 초과광고비지출을 변수로 하여 분석하는 것도 의미가 있을 것이라고 기대한다.

참고문헌

- 구정호(2011). 이익조정 유인이 원가의 비대칭성에 미치는 영향 : 적자회피 및 이익유연화, Big-Bath를 중심으로. 회계학연구(제36권 제3호), 135-177.
- 구정호, 박연희, 백태영(2009). 전략적 선택에 따른 원가행태의 비대칭성. 회계저널(제18권 제4호), 65-92.
- 구정호, 백태영, 송승아(2013). 광고비의 재무적 결정요인과 특성. 한국회계학회 하계학술발표대회
- 권순용, 이상훈(1999). 연구개발비와 광고비 지출이 기업가치에 미치는 영향. 경영연구(제14권 제2호), 239-263.
- 권오박, 고재모(2009). 기업의 경영성과와 광고비 간의 인과관계 분석. 한국광고홍보학보(제11권 제1호), 141-166.
- 김광수, 송석현(2003). 매체와 산업 광고비 예측에 관한 방법론 : SUR와 패널분석을 중심으로. 광고학연구(제14권 제3호), 191-210.
- 김문철, 전영순, 이정엽(2010). 내부자거래와 이익조정. 회계학연구(제35권 제4호), 1-37.
- 김영화(2012). 특수관계자 거래와 기업가치. 국제회계연구(제44집): 205-222.
- 김지홍, 우용상(2008). 특수관계자와의 거래가 이익조정 및 이익반응계수에 미치는 영향. 회계학연구(제33권 제3호), 25-59.
- 김지홍, 우용상(2009). 특수관계자와의 거래가 발생액의 질에 미치는 영향. 회계정보연구(제27권 제1호), 133-156.
- 박경락(2005). 외환위기 후 광고선전비 효과에 대한 상관성 비교. 경영교육연구(제38집), 331-353.
- 박종국, 백태영(2006). 재량적원가의 추세와 결정요인. 관리회계연구(제6권 제2호), 33-57.
- 박종국, 최정호, 문상혁(2011). 대규모기업집단의 소득이전과 외국인투자자의 모니터링. 국제회계연구(제40집), 113-134.
- 손성규, 고재민, 정기위(2011). 내부자거래의 장단기 유형에 따른 이익조정 수단의 차별적 선택. 한국증권학회지(제40권 제4호), 579-607.
- 송승아(2013). 분기별 판매관리비 원가행태. 회계저널(제22권 제2호), 1-23.
- 안홍복(2004). 지배주주의 지배-소유권 차이와 이익조정의 관련성 분석. 회계학연구(제29권 제4호), 117-154.
- 육근효(2003). 연구개발비와 광고비지출의 경제적 효과에 관한 재검토. 경영연구(제18권 제3호), 219-251.
- 이광숙, 윤성수(2012). 관계기업 간 내부거래를 이용한 기업집단의 소득이전. 세무학연구(제29권 제4호), 121-156.

- 이상만(1994). 연구개발비와 광고비지출의 이익예측력에 관한 연구. 단국대학교 대학원 박사학위논문.
- 이지혜, 전봉걸(2011). 우리나라 기업의 광고 결정요인 : 국내 전체 기업 자료를 활용하여. 광고학연구(제22권 제4호), 161-178.
- 장대련, 한민희(2006). 광고론. 학현사.
- 정구열, 권수영, 백원선(2002). 기업소유구조와 이익의 정보효과. 경영학연구(제31권 제6호), 1707-1727.
- 정근오, 장원경, 김연용(2005). 연구개발비와 광고비가 기업가치에 미치는 영향. 대한경영학회지(제52권), 1851-1867.
- 정기식, 이정길(1996). 광고비 및 연구개발비의 기업가치에 대한 영향. 산업경제연구(제9권), 395-417.
- 최정호(1994). 광고비 및 연구개발비 지출이 기업가치에 미치는 영향 : 토빈 q에 의한 실증적 분석. 회계학연구(제19권), 103-124.
- 최정호(2010). 관계회사거래의 정보가치. 회계저널(제19권 제1호), 77-105.
- 최정호(2011). 관계회사매출과 이익조정. 재무와회계정보저널(제11권 제1호), 53-81.
- 홍철규(2010). 산업수준 요소들이 판매비와관리비에 미치는 영향. 회계학연구(제35권 제4호), 133-162.
- Abdel-Khalik, A. R.(1985). Advertising effectiveness. *The Accounting Review*, 50, 650-670.
- Anderson, M. C., R. D. anker, and S. N. Janakiraman(2003). Are selling, general, and administrative costs 'sticky' ? *Journal of Accounting Research*, 41(1), 47-63.
- Banker, R. D., M. Ciftci, and R. Mashruwala(2006). The effect of prior-period sales changes on cost behavior. Working Paper.
- Bae, K., J. Kang, and J. Kim(2002). Tunneling or value-added: Evidence from mergers by Korean business groups. *Journal of Finance*, 57(6), 2695-2740.
- Bhagat, S. and I. Welch(1995). Corporate research & development investment international comparison. *Journal of Accounting and Economics*, 19, 443-470.
- Bublitz, B. and M. Ettredge(1989). The information in discretionary outlays : advertising, research and development. *The Accounting Review*, 64(1), 108-124.
- Chauvin, K and M. Hirshey(1993). Advertising, R&D expenditures and the market value of the firm. *Financial Management*(winter), 128-140.
- Cheung, Y., P. Rau, and A. Stouraitis(2006). Tunneling, propping and expropriation: Evidence from connected party transactions in Hong Kong. *Journal of Financial Economics*, 82(20), 343-386.
- Claessens, S., S. Djankov, and L. Lang(2002). The benefits and costs of group affiliation: Evidence from East Asia. Working paper.

- Coase, R.(1937). The nature of the firm. *Economica* 4, 386-405.
- Cohen, D., R. Mashuruwala, and T. Zach(2010). The use of advertising activities to meet earning benchmarks: Evidence from monthly data. *Review of Accounting Studies*, 15(4), 808-832.
- Devereaux, M. and F. Shinantarelli(1989). Investment, financial factors and cash flow : Evidence from U. K. Panel Data. NBER Working Paper.
- Dierynck, B., W. R. Landsman, and A. Renders(2012). Do managerial incentives drive cost behavior? Evidence about the role of the zero earnings benchmark for labor cost behavior in Belgian private firms. *The Accounting Review*, 87(4), 1219-1246.
- Gordon, E. and E. Henry. 2005. Related party transactions and earnings management. Working Paper.
- Graham, J. R., C. R. Harvey, and S. Rajgopal(2005). The economic implications of corporate financial reporting. *Journal of Accounting and Economics*, 40, 3-73.
- Hirschey, M.(1982). Intangible capital assets of advertising and R&D expenditures, *Journal of Industrial Economics*(June), 375-390
- Hirschey, M. and J. Weygandt(1985). Amortization policy for advertising and R&D expenditures. *Journal of Accounting Research*(Spring), 326-335.
- Jian, M. and T. Wong(2010). Propping through related party transactions. *Review of Accounting Studies* 15, 70-105.
- Kohlbeck, M. and B. Mayhew(2004). Agency costs, contracting, and related party transactions. Working paper.
- La Porta, R., F. Lopez-de-Silanes, A. Shleifer, and R. Vishny(2002). Investor Protection and Corporate Valuation. *Journal of Finance* 57, 1147-1170.
- Peles, Y.(1971). Rate of amortization of advertising expenditures. *Journal of Political Economy*, 79(5), 1032-1058.
- Reynold, J. and J. R. Francis(2001). Does size matter? The influence of large clients on office-level auditor reporting decisions. *Journal of Accounting and Economics*, 30, 375-400.
- Roychowdhury, S.(2006). Earnings management through real activities manipulation. *Journal of Accounting and Economics*, 42, 335-370.
- Williamson, O.(1975). *Market and hierachies: Analysis and antitrust implications*. New York: Free Press.